

المعهد العربي للتخطيط بالكويت
Arab Planning Institute - Kuwait
منظمة عربية مستقلة

جسر التنمية

إقتصاديات الاستثمار: النظريات والمحددات

سلسلة دورية تعنى بقضايا التنمية في الدول العربية
العدد السابع والستون - نوفمبر/ تشرين ثاني 2007 - السنة السادسة

أهداف «جسر التنمية»

إن إتاحة أكبر قدر من المعلومات والمعارف لأوسع شريحة من أفراد المجتمع، يعتبر شرطاً أساسياً لجعل التنمية قضية وطنية يشارك فيها كافة أفراد وشرائح المجتمع وليس الدولة أو النخبة فقط. كذلك لجعلها نشاطاً قائماً على المشاركة والشفافية وخاضعاً للتقييم وللمساءلة.

وتأتي سلسلة «جسر التنمية» في سياق حرص المعهد العربي للتخطيط بالكويت على توفير مادة مبسطة قدر المستطاع للقضايا المتعلقة بسياسات التنمية ونظرياتها وأدوات تحليلها بما يساعد على توسيع دائرة المشاركين في الحوار الواجب إثارته حول تلك القضايا حيث يرى المعهد أن المشاركة في وضع خطط التنمية وتنفيذها وتقييمها من قبل القطاع الخاص وهيئات المجتمع المدني المختلفة، تلعب دوراً مهماً في بلورة نموذج ومنهج عربي للتنمية يستند إلى خصوصية الأوضاع الاقتصادية والاجتماعية والثقافية والمؤسسية العربية، مع الاستفادة دائماً من التوجهات الدولية وتجارب الآخرين.

والله الموفق لما فيه التقدم والإزدهار لأمتنا العربية،،،

د. عيسى محمد الغزالي
مدير عام المعهد العربي للتخطيط بالكويت

المحتويات

إقتصاديات الاستثمار: النظريات والمحددات

إعداد : أ. عادل عبد العظيم*

أولاً : مقدمة

يشغل الاستثمار حيزاً أقل من الاستهلاك كنسبة من الطلب الكلي . وحيث أن الاستثمار يحدد معدل تراكم رأس المال ، فانه يلعب دوراً هاماً في توسيع القاعدة الإنتاجية للاقتصاد . ويعرف الاستثمار على انه التغير في رصيد رأس المال خلال فترة زمنية محددة . وعليه ، فانه على خلاف رأس المال يمثل تدفقاً وليس رصيداً قائماً في نقطة زمنية محددة. وهذا يعني أنه في حين يتم قياس رأس المال عند نقطة زمنية محددة ، فإن الاستثمار يمكن قياسه خلال فترة زمنية معينة.

يحدد الاستثمار معدل تراكمٍ رأس المال، حيث يلعب دوراً هاماً في توسيع القاعدة الإنتاجية. وينقسم الاستثمار إلى ثلاث مجموعات: تكوين رأس المال، التغير في المخزون والاستثمار العقاري.

فمثلا، عند التساؤل عن حجم رأس المال الآن؟، فربما تكون الإجابة 10 مليارات دولار. ولكن لا يمكن الإجابة على السؤال المتعلق بحجم الاستثمار الآن ، لأن قياس التدفقات يعتمد على فترة زمنية معينة. ولذلك يمكننا الإجابة على سؤال ما هو الاستثمار خلال ثلاثة أشهر أو خلال سنة مثلا ، ويمكن أن تكون الإجابة 10 مليون أو 1 مليار دولار على التوالي . وعلى ذلك، فانه يمكن قياس الاستثمار خلال فترة زمنية بالفرق بين رصيد رأس المال في نهاية هذه الفترة والرصيد في بداية تلك الفترة. فالاستثمار خلال فترة زمنية t يمكن صياغته على أنه :

$$I_t = K_t - (1-\delta)K_{t-1}$$

حيث تمثل δ معدل الإهلاك (هذه المعادلة معروفة من خلال نموذج سولو Solow للنمو)، وترمز K_t لرصيد رأس المال في نهاية الفترة t ، كما ترمز K_{t-1} لرصيد رأس المال في نهاية الفترة t-1 أي في بداية الفترة t . وينقسم الاستثمار إلى ثلاث مجموعات لأغراض المحاسبة القومية هي :

- تكوين رأس المال الثابت : ويمثل الإنفاق الاستثماري لشركات قطاع الأعمال بغرض تشييد المصانع وشراء السلع الرأسمالية مثل الآلات والمعدات.

* باحث في المؤسسة العربية لضمان الاستثمار.

- التغير في المخزون : ويمثل الطلب على مخزون منتجات تلك الشركات.
- الاستثمار العقاري: ويمثل الإنفاق الاستثماري على تشييد المباني السكنية. ويتم التركيز هنا في تناول الاستثمار على مفهوم تكوين رأس المال الثابت. ويبدأ أولاً بتناول كيفية الوصول إلى المستوى الأمثل لرصيد رأس المال الخاص بمنشأة فردية .

ثانياً : الفرق بين نظرية رأس المال ونظرية الاستثمار

في حالة خاصة جداً ، تعتبر النظريتان شيئاً واحداً ، ألا وهي الحالة التي يكون فيها رأس المال بالكامل متداولاً خلال الفترة ، بمعنى استخدام هذا الرصيد خلال الفترة ، ولا يوجد تراكم رأسمالي خلال الفترة السابقة حتى يتم إضافته لرصيد الفترة الحالية ، الأمر الذي يعنى أن رأس المال بالكامل في الواقع يمثل الاستثمار . إلا أن الأمر يختلف تماما في حالة تكوين رأس المال الثابت ويصبح أكثر تعقيداً، ذلك لأن هناك قراران مختلفان، يتعلق أحدهما بتحديد المستوى الأمثل لرأس المال و يتعلق الآخر بمعدل تدفقات الاستثمار. وهناك أسلوبان للتفكير في الاستثمار هما :

في حالة تكوين رأس المال هناك قراران مختلفان يتعلق الأول بتحديد المستوى الأمثل لرأس المال ويتعلق الثاني بمعدل تدفقات الاستثمار. كما أن هناك أسلوبان للتفكير يتمثل الأول باختيار الاستثمار كمعدل نحو التوازن في حين يتمثل الثاني في سلوك أصحاب رأس المال.

(1) وجهة نظر هايك Hayek (1941): وتتمثل في اختيار الاستثمار كمعدل نحو التوازن (نحو الرصيد الأمثل لرأس المال)، ولذلك فإن تحديد المبلغ المثالي للاستثمار يمثل قراراً بتحديد سرعة معدل الاستثمار اللازم لتحقيق التوازن. وكمثال على ذلك، فإن قرار رأس المال يؤثر في قرار الاستثمار، ففي حالة منشأة لديها رأس مال يقدر بنحو 10 مليارات دولار، وترغب في زيادة رأس مالها بمبلغ يصل إلى نحو 5 مليارات دولار، فإن الأمر يستلزم استثمارات جديدة بنحو 5 مليار دولار . وهنا يجب التمييز بين حالة تنفيذ هذا المعدل من الاستثمار في الحال ، وبالتالي فانه لا يوجد قرار يتعلق بالاستثمار يمكن التحدث عنه ، لان هذه الحالة ببساطة اقتصرت فقط على تغيير رأس المال من 10 مليار دولارات إلى 15 مليار دولار في الحال. ومن ثم فإن قرار رأس المال هيمن على الموقف القراري للمنشأة . أما الحالة الأخرى فتتمثل في تنفيذ الاستثمار الجديد تدريجيا ، وفي هذه الحالة يصبح قرار الاستثمار ذو أهمية. ومن ثم تنشأ الحاجة إلى وضع استراتيجية لتوزيع مبلغ الاستثمارات الجديدة على الفترات الزمنية اللاحقة ؟

هناك ثلاثة أساليب لحقن الاستثمارات الجديدة ، يمكن الاختيار من بينها ، فإما الاستثمار بمعدلات متساوية أو الاستثمار بمعدلات متناقصة أو الاستثمار بمعدلات متزايدة . ومن أجل الاختيار بين الأساليب المذكورة، نجد أن هناك عوامل تتحكم في هذا القرار، من أهمها : تكلفة النقل والتسليم ، أسعار الموردين ، تقلبات أسعار الفائدة وتكلفة التمويل. وتجعل هذه العوامل بعض أساليب تنفيذ الاستثمارات الجديدة أفضل من الأخرى. وتمثل هذه الأساليب لتوزيع مبلغ الاستثمارات الجديدة والعوامل المحددة لها أساساً لمفهوم أو نظرية Hayek للاستثمار .

(2) وجهة نظر كينز Keynes : وتعتمد أكثر على الجانب السلوكي لقرار الاستثمار ، وتدعي أن قرار الاستثمار يتمثل ببساطة في سلوك أصحاب رأس المال . وقد قاد هذا الكينزيين إلى عدم الاهتمام بدور قرار رأس المال واعتبار أن قرار الاستثمار هو القرار الرئيسي، وأن رصيد رأس المال إنما يتحدد وفقاً لنمط الاستثمار، وليس هناك من حاجة لتحديد مستواه الأمثل مسبقاً. وعلى ذلك فإنه عندما يتم اتخاذ قرارات الاستثمار ، فانه لايوجد رصيد أمثل لرأس المال محدد مسبقاً . وأنه على أصحاب الأعمال الاهتمام أكثر بتدفقات الاستثمار المثلى لفترات محددة. أي أن كينز[1] يعتبر تدفق الاستثمار الأمثل قضية سلوك أمثل وليس معدلات مثلى[2].

في ما يلي ، إستعراض لأهم النقاط التي تناولتها نظريات الاستثمار من منظور القرار الاستثماري ومحدداته وطرقه وليس الاستثمار على المستوى التجميعي ، حتى لا يتم الغرق في تفاصيل الدخول إلى نظرية سعر الفائدة التي يلعب فيها الاستثمار دوراً هاماً وتقحمنا أكثر في النظرية النقدية .

ثالثاً : نظريات الاستثمار

تكلفة التعديل الحدية

Marginal Adjustment Costs

تم إدراك صعوبة نظرية رأس المال (الأرصدة) والاستثمار (التدفقات) منذ القرن التاسع عشر[3] . وقد اتضحت المشكلة بسبب عدم القدرة على المزج بين المفهومين الآتيين : مفهوم فيشر Fisher الذي ينص على أن سعر الفائدة يتم تحديده بمقدار التدفق الاستثماري ومفهوم كلارك Clark الذي ينص على أن سعر الفائدة يتم تحديده بمقدار رصيد رأس المال .

برزت صعوبة نظرية رأس المال والاستثمار بسبب عدم القدرة على المزج بين المفهوم الذي ينص على أن سعر الفائدة يتحدد بمقدار التدفق الاستثماري والمفهوم الآخر الذي ينص على أن سعر الفائدة يتم تحديده بمقدار رصيد رأس المال.

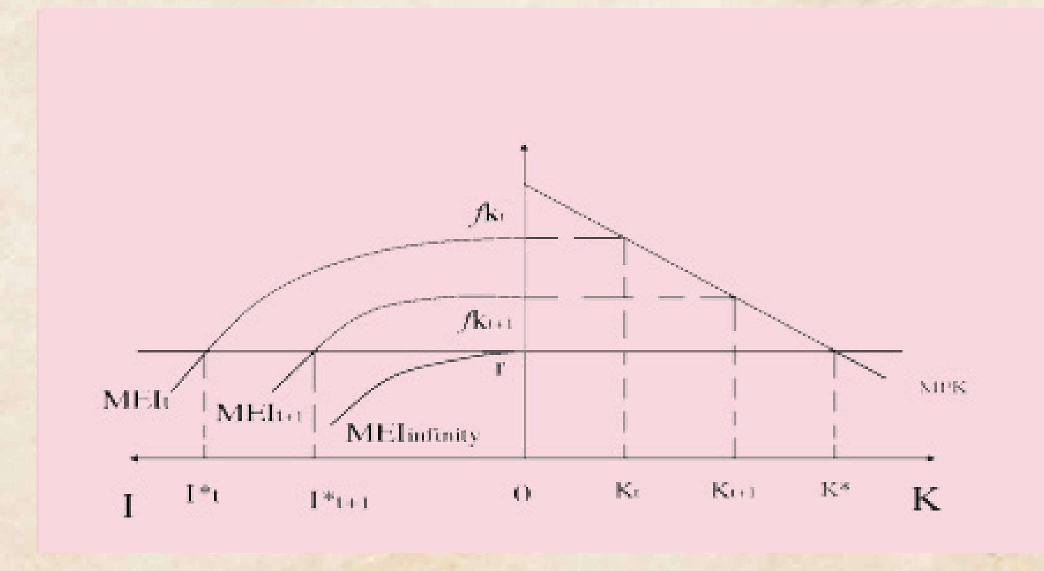
أدت هذه المشكلة بعض الشيء إلى ما خلص إليه Haavelmo في عام 1960 من عدم وجود طلب على الاستثمار كحقيقة دامغة. وقد اقترح Lerner في عام 1953 مفهوماً يرتبط

بزيادة تكلفة الاستثمار ، حيث نوه إلى أن ارتفاع سعر عرض السلع الاستثمارية ينطوي ضمنياً على إنتهاج المنشآت لطريقة الوصول تدريجيا إلى المستوى الأمثل لرأس المال. هذا التدريج محكوم بتزايد التكلفة الحدية ، التي تمثل بدورها السبب وراء انخفاض الكفاءة الحدية للاستثمار . وبناء على ذلك ، فانه كلما زاد الاستثمار فإن تكلفة السلع الاستثمارية الجديدة تزداد ، ومن ثم تنخفض الكفاءة الحدية للاستثمار حتى تصل إلى مستوى سعر الفائدة r قبل الوصول إلى المستوى الأمثل لرأس المال .

وبفرض أن تعريف الكفاءة الحدية للاستثمار (MEI) على أنها معدل العائد على المشروع الجديد كالآتي :

$$MEI=MPK-MAC$$

حيث تمثل MPK الإنتاجية الحدية لرأس المال ، وتمثل MAC قيمة التعديل اللازم لتكلفة الاستثمار الحدية (منحنى محدب) (ويمكن النظر إلى MAC على أنها سعر عرض السلع الاستثمارية). وقد تم افتراض أن MPK ستظل ثابتة على الأجل القصير ولكنها تتغير على الأجل الطويل.



ووفقا لمفهوم فيشر ، فإن المنشآت سوف تستثمر خلال فترة واحدة (على الأجل القصير) حتى تتساوى MEI مع سعر الفائدة الحقيقي . إن منحنى MEI يأخذ شكل منحنى هابط من اليمين إلى اليسار ناتج عن علاقة طردية بين الاستثمار في فترة واحدة، وتكلفة التعديل الحدية MAC. ومن ثم فإن المستوى الأمثل للاستثمار I^* سوف يتحدد عندما تتساوى MEI مع سعر الفائدة. وعلى أية حال، فمن المفهوم من نظريات الاقتصاد الجزئي كما طورها Clark ، أن المستوى الأمثل لرصيد رأس المال K^* يتحقق عندما تتساوى الإنتاجية الحدية

لرأس المال MPK مع سعر الفائدة . وعند هذه النقطة أو المستوى الأمثل ، لا يتم تنفيذ مزيد من الاستثمارات، بمعنى أن التراكم الرأسمالي يتوقف عند هذا الحد. وعند المستوى الأمثل لرأس المال فإن معدل الإنتاجية الحدية لرأس المال المقابل لهذا المستوى يتساوى مع سعر الفائدة السائد (r) . ولذلك فإن منحنى MEI يعني تساوي MEI مع سعر الفائدة عند مستوى إستثمار جديد = صفر . وعند هذه النقطة، تتحقق صلاحية كل من مفهوم فيشر (MEI=r) ومفهوم كلارك (MPK=r) . وفي ضوء ذلك يمكن إستخلاص الأتي:

- إن الفرق بين الإنتاجية الحدية لرأس المال وسعر الفائدة يمثل القوة وراء نمو رصيد رأس المال أو تراجعه. ويختفي هذا الفرق فقط في حالة الاستقرار، أي عندما يكون صافي الاستثمار صفراً وعندها يتساوى كل من (r, MEI, MPK) .
- إن آلية الوصول إلى المستوى الأمثل لرصيد رأس المال تعتمد على وجود تكلفة التعديل المسببة لعدم التعادل ومن ثم إستمرار عملية الاستثمار في كل فترة زمنية. إن سرعة التعديل تعتمد تماماً على مرونة منحنى MEI التي تعتمد بدورها على مرونة منحنى العرض للسلع الرأسمالية الصناعية . فإذا كان العرض غير مرن ، فإن منحنى MEI سوف يميل أكثر لاتخاذ وضع أفقي ، ومن ثم يستلزم استغراق وقت أطول للوصول إلى المستوى الأمثل لرأس المال . وفي حالة إرتفاع مرونة عرض السلع الرأسمالية (بمعنى العرض يستطيع استيعاب أية زيادة في الطلب على السلع الرأسمالية) ، فإن مرونة منحنى MEI سوف تكون شبيهة بمرونة العرض وأن تكلفة التعديل سوف تحدث فوراً. وعليه فان صافي الاستثمار يصبح دالة في (r, MEI).

$$I = I(\frac{MEI}{r} - 1)$$

يتحدد الرصيد الأمثل لرأس المال حسب التقليديين الجدد عند تساوي الإنتاجية الحدية لرأس المال مع تكلفة رأس المال، وعندها تصبح الاستثمارات الجديدة صفراً ويتوقف التراكم الرأسمالي.

وهذا يعني أنه عندما تكون MEI أكبر من r فإن MEI / r أكبر من 1، مما يقود الى إرتفاع الاستثمار، واذا كانت MEI / r = 1 فإن ذلك يعني أن الاستثمار يساوي صفراً ، وهو ما يقود إلى المستوى الأمثل للاستثمار I^*.

النظرية النيوكلاسيكية

في ضوء ما تقدم ، فقد قدمت النظرية النيوكلاسيكية نموذجاً لمحددات الرصيد الأمثل لرأس المال ولم تقدم نموذجاً لمحددات الاستثمار (معدل سرعة المشروع الاستثماري في الانتقال من الرصيد الحالي إلى الرصيد الأمثل لرأس المال). وقد اكتشف النيوكلاسيك

أن الرصيد الأمثل لرأس المال يتحدد عند تساوى الإنتاجية الحدية لرأس المال مع تكلفة رأس المال (سعر الفائدة الحقيقي)، وعند هذه النقطة تصبح الاستثمارات الجديدة صفراً، ويتوقف التراكم الرأسمالي عند هذا الحد.

نظرية توبين q للاستثمار

وفقا للنظرية التي تعد في نفس إطار الفكر النيوكلاسيكي (Tobin، 1969)، فإن نسبة q هي القوى المحركة وراء الاستثمار وتحسب بقسمة القيمة السوقية للرصيد القائم لرأس المال على تكلفة إحلاله . وكلما زادت هذه النسبة عن الواحد الصحيح ، كلما كان الاستثمار مربحا بمعدل يمثل دالة متزايدة في هذه النسبة. وقد ادعى توبين Tobin أن تزايد التكلفة الحدية للاستثمار يعتبر السبب وراء اختلاف نسبة q عن الواحد الصحيح .

الكبح والعمق المالى

ثمة أسلوب آخر أطلقه الليبراليون الجدد (McKinnon-Golbis، 1979 و Show،1973) يعتمد على العمق المالي وأسعار فائدة مرتفعة لتحفيز النمو الاقتصادي[4]. واستند إدعاؤهم على أن الاقتصادات النامية غالباً ما تعاني من ظاهرة الكبح المالي (التي تعني بوجه عام تحديد أسعار الفائدة إدارياً عند مستويات منخفضة) الناتجة عن عدم وجود أوعية متطورة للادخار، وبالتالي فإن الاستثمار يتوقف على قدرة الأفراد على الادخار (الاستثمار والادخار الذاتي) مما يعني أن تحفيز الادخار والاستثمار يستوجب تحرير أسعار الفائدة وتطوير أوعية إدخارية مما يؤدي إلى زيادة الادخار والائتمان، وكذلك الى التخصيص الفعال للموارد المالية لدى القطاع المالي بما يسهم حتماً في تحقيق معدلات نمو إقتصادي أعلى . ووفقاً لذلك ، فإن الاستثمار يتناسب طردياً مع سعر الفائدة الحقيقي (عكس وجهة نظر النيوكلاسيك). ويمكن تفسير ذلك بزيادة الحافز وراء الادخار في ظل أسعار فائدة مرتفعة من خلال الوسطاء الماليين ، ومن ثم زيادة الموارد المالية المتاحة للاستثمار .

تعاني الاقتصادات النامية من ظاهرة الكبح المالي الناجمة عن عدم وجود أوعية متطورة للإدخار.

عدم اليقين Uncertainty

أدخلت الأدبيات الحديثة عنصر اللايقين في نظريات الطلب على الاستثمار بفعل عدم قابلية الرجوع في القرار الاستثماري (indyck,1991) وأساس هذه الحجة هو أن السلع الرأسمالية غالباً ما تمثل قرار المشروع وعادة ما تنخفض قيمتها إذا ما تقرر إعادة بيعها . وعليه فإن الرجوع في القرار الاستثماري بعد تحمل تكاليف بداية المشروع يكون أكثر كلفة من الاستثمار الإيجابي، ونادى بندك Pindyck بتعديل قاعدة صافي القيمة الحالية (التي توصي بالاستثمار في حالة أن تكون قيمة وحدة رأس المال تساوي على الأقل تكلفتها) في حالة القرار الاستثماري الذي لا يمكن الرجوع فيه ، وذلك لصعوبة قرار تصفية المشروع بعد إقامته، وخاصة إذا ما تغيرت شروط السوق

بشكل عكسي. وعلى ذلك ، فإن قيمة الوحدة من رأس المال يجب أن تتعدى تكلفة الشراء والتركيب بمبلغ يتساوى مع تكلفة الاستمرار في الاستثمار .

ثم جاء رودريك Rodrick (عام 1991) ليدخل عنصر آخر لعدم اليقين وهو عدم التيقن من السياسات المتبعة كمحدد من محددات الاستثمار الخاص . فعند انتهاج سياسة الإصلاح ، يكون من الصعوبة للقطاع الخاص التنبؤ باستمرارية هذه السياسة ، ويرجع ذلك إلى عدة أسباب ، من أهمها ، التخوف من أن تؤدي النتائج غير المتوقعة للإصلاح إلى تغيير السياسة الجديدة أو العودة للسياسات السابقة. ومن ثم فإن السياسة الرشيدة من قبل المستثمرين في هذا الوقت تتطلب الانتظار لحين توفر درجة كبيرة من اليقين .

رابعاً: نظرة عامة على النماذج الرئيسية لمحددات تكوين رأس المال الثابت

تتكون النماذج الرئيسية لمحددات تكوين رأس المال الثابت التي تأسست على النظريات السابقة الذكر من خمسة نماذج، هي:

(1) نموذج المعجل المعمم

يفترض النموذج أن الرصيد الأمثل لرأس المال هو مضاعف ثابت من الناتج ، وأن التكلفة المصاحبة لتعديل رأس المال الفعلي ليصل إلى رأس المال الأمثل كبيرة ، وأن إحلال رأس مال جديد محل رأس المال المتهالك يعتمد على المستوى الحالي والسابق للناتج . وفي ضوء ذلك تم اشتقاق النموذج كالآتي :

$$I_t = \beta_0 + \sum_{i=0}^{n} \beta_i x_{t-1} + \delta k_{t-1} + e_t$$

حيث:

I_t = إجمالي الإنفاق الاستثماري الحقيقي المخطط للفترة الحالية .

β_0 = صافي الاستثمار الحقيقي الذي يتحدد بمتغيرات لم يتضمنها النموذج .

X_{t-1} = الناتج خلال الفترة السابقة أو مؤشر لمستوى النشاط الاقتصادي.

δk_{t-1} = الاستثمار الجديد الذي حل محل الاستثمار المتهالك .

تتكون النماذج الرئيسية لمحددات تكوين رأس المال الثابت من خمسة نماذج: نموذج المعجل المعمم، نموذج التدفقات النقدية، نموذج النيوكلاسيك، النموذج المعدل للنيوكلاسيك وأخيراً نموذج تقييم الأوراق المالية.

(2) نموذج التدفقات النقدية

هو نفس النموذج السابق بإضافة متغير يمثل التغير على التدفقات النقدية الحقيقية لفترة إبطاء واحدة. ومن المفهوم أن التدفقات النقدية الحقيقية ما هي إلا التدفقات النقدية الاسمية مقسومة على رقم قياسي مناسب لمستوى الأسعار . أما التدفقات النقدية الاسمية فهي عبارة عن مجموع قيمة

الإهلاك ، الأرباح بعد استقطاع الضرائب والتغير في مستوى المخزون الناجم فقط عن تغير الأسعار.

(3) نموذج النيوكلاسيك

رأى بعض الاقتصاديين أن كلا من النموذجين المذكورين أعلاه غير كافيين ، حيث لم يتضمنا سعر المنتج النهائي وأسعار مدخلات الإنتاج مع الأخذ في الاعتبار أن المنشأة التي ترغب في تعظيم أرباحها يجب أن تهتم بأسعار مدخلات الإنتاج ومنتجها النهائي.

$$I_t = \beta_0 + \sum_{i=0}^{n} \beta_i a' \left(\frac{PX}{C}\right)_{t-1} + dk_{t-1} + e_t$$

حيث:

P = سعر المنتج النهائي.

C = تكلفة رأس المال = سعر الفائدة الاسمي طويل الأجل + معدل الإهلاك − معدل التضخم.

α' = حصة راس المال في الناتج.

(4) نموذج النيوكلاسيك المعدل

النموذج الكلاسيكي الموضح أعلاه يعني ضمنياً أن نسبة راس المال إلى القوى العاملة سوف تتغير بشكل مستمر كلما تغيرت نسبة سعر المنتج النهائي إلى تكلفة رأس المال ، مما يعني أن هذه النسبة سوف تتغير قبل وبعد تشغيل رأس المال (تركيب المعدات الرأسمالية). ورأى الاقتصاديون ضرورة تعديل هذا النموذج بحيث يتضمن نسبة ثابتة أيضاً بين سعر المنتج النهائي وتكلفة رأس المال.

(5) نموذج تقييم الأوراق المالية Tobin's q :

يقوم هذا النموذج على فرضية أساسية تتمثل في أن مالكي المنشأة يهتمون بإدارة أصولها المستثمرة في الأدوات المالية (أدوات حقوق الملكية ، السندات ، رأس المال التشغيلي ..الخ) بهدف تعظيم قيمة مساهمتهم في حقوق الملكية. وعليه فإن مالكي المنشأة سوف يقومون بإصدار أدوات حقوق ملكية جديدة واستخدام حصيلة الاكتتاب لشراء سلع رأسمالية إضافية في حالة ما إذا كانت القيمة السوقية لأدوات حقوق الملكية للمنشأة تتعدى تكلفة إحلال السلع الرأسمالية ، وبالتالي فان القيمة السوقية للمنشأة ترتفع. وعلى ذلك ، فإن المتغير الأساسي في دالة الطلب على الاستثمار يتمثل في النسبة بين القيمة السوقية لأدواتها المالية إلى تكلفة إحلال السلع الرأسمالية (q ratio).

يعبر نموذج تقييم الأوراق المالية عن العلاقة العكسية بين الاستثمار وتكلفته التي تتكون من: تكلفة الفرصة البديلة، تكلفة الاهلاك للسلع الرأسمالية والخسائر أو المكاسب الرأسمالية.

مثال: بافتراض أن أصول المنشأة تتكون من 10 وحدات من المعدات بتكلفة 1000 دولار لكل وحدة في حالة شرائها اليوم ، وأن المنشأة لديها 500 سهم ، 10 سندات بسعر 10 دولار للسهم ، 100 دولار لكل سند في السوق.

نسبة q =[(500 x $10 + 10 x $1000)/(10x$1000)]=1.5

يلاحظ أنه إذا ما ارتفع سعر الفائدة ، فإن القيمة السوقية لسندات المنشأة سوف تنخفض (افترض أن 900 دولار لكل سند) وبالتالي فإن نسبة q سوف تنخفض لتبلغ 1.4، وحيث أن النسبة تتجاوز الواحد الصحيح، فإن ذلك يعني قدرة المنشأة على إصدار أسهم أو سندات جديدة واستخدام الحصيلة لشراء آلات ومعدات جديدة بهدف زيادة الأرباح، ومن ثم زيادة صافي قيمة المنشأة. ويلاحظ أيضا أن النموذج يعبر عن العلاقة العكسية بين الاستثمار وتكلفة الاستثمار، التي تتكون من المكونات الثلاث التالية :

أ) تكلفة الفرصة البديلة أو تكلفة الاقتراض، فإذا كانت i ترمز إلى سعر الفائدة، Pk ترمز لسعر وحدة رأس المال (سعر السوق الأسمى لوحدة رأس المال)، فإن تكلفة الفرصة البديلة = ipk .

ب) تكلفة الإهلاك للسلع الرأسمالية، فإذا كانت δ ترمز لمعدل الإهلاك فإن تكلفة الإهلاك = δPk.

ج) الخسائر أو المكاسب الرأسمالية، وهي التي تنتج عن تقلبات سعر الأدوات المالية، وتعني ضمنياً أن المشروع يمكنه تحقيق خسائر أو مكاسب في حالة انتظاره لبيع رأس المال وتقاس هذه الخسائر أو المكاسب الرأسمالية لوحدة الزمن ΔPK- .

وعلى ذلك فإن تكلفة رأس المال :

$$CK = Pk\left[i + \delta - \frac{\Delta PK}{PK}\right]$$

ويمكن النظر إلى المقدار $\frac{\Delta PK}{PK}$ - i على أنه سعر الفائدة الحقيقي، مع الأخذ في الاعتبار مستوى الأسعار للسلع الرأسمالية. وفي التطبيقات العملية يتم المزج بين تكلفة رأس المال ونموذج المعجل المرن المذكور أعلاه. وفي ضوء هذه الاعتبارات فإن نموذج الطلب على الاستثمار يمكن التعبير عنه قياسياً كالآتي :

$$I_t = [\beta_0 + \sum_{i=0}^{n} \beta_i q_{t-i}]k_{t-1} + e_t$$

وجدير بالذكر أن غياب أو عدم نضج سوق المال وانتشار ظاهرة الكبح المالي في العالم النامي يعني عدم قابلية تطبيق دالة أو نظرية توبين q.

خامساً : كيفية الحكم على مدى تطور أسوق المال ومدى عمقها

وفقا للجدول التالي، الذي اقترحه لورانس وبيدرا (Laurens and Piedra, 1998) للحكم على مدى عمق الأسواق المالية ومدى نضجها في إطار التنسيق مع السياسات الاقتصادية ، تم تقسيم المراحل التي تمر بها هذه الأسواق إلى أربعة مراحل كما يلي :

جدول لورنس وبيدرا للحكم على مدى عمق ونضج الأسواق المالية في إطار التنسيق مع السياسات الاقتصادية

المراحل	إطار التنسيق
المرحلة الأولى: **عدم وجود سوق أو وجود سوق صغير الحجم للأوراق المالية**	في هذه المرحلة ، يتولى البنك المركزي تمويل عجز الموازنة بشكل شبه كامل ، وتظهر الحاجة إلى تشريعات رسمية تحد من هذا التمويل، وذلك بهدف تجنب التوسع الزائد عن الحد في الائتمان المحلي وعملية خلق النقود.و من المفيد أن يتم الاعتماد في هذه المرحلة الاعتماد على إطار برمجة النقود بمعناها الواسع للتنبوء بحجم الطلب على النقود ومصادر الائتمان المحلي .
المرحلة الثانية: **مرحلة مبدئية لتطوير السوق**	في هذه المرحلة ، تشهد سوق المال إدخال الأدوات المالية الحكومية قصيرة الأجل (أذون الخزانة) ، وتبقى سوق الإقراض بين البنوك غير ناضجة ، واستمرار السوق الثانوي في مرحلة عدم التطوير ، واستمرار التحكم الإداري في تحديد أسعار الفائدة أو تميزها بدرجة مرونة غير كافية . يتم في هذه المرحلة إتباع سياسات متسقة لتخفيض تكاليف أعباء خدمة الدين بينما يظل الاعتماد على إطار برمجة النقود بمعناها الواسع ، واستخدام أذون الخزانة الحكومية والأدوات غير المباشرة الأخرى لتنفيذ السياسة النقدية .
المرحلة الثالثة: **سوق مالية متطورة لم تصل إلى مرحلة التطور الكامل**	في هذه المرحلة ، تكتسب سياسة تحديد أسعار الفائدة مزيداً من المرونة ، واستخدام أكثر توسعا لأذونات الخزانة الحكومية وإتباع أسلوب المزاد العلني للائتمان في تنفيذ السياسة النقدية ب، بنما يتم استبدال القروض الرديئة بالأوراق المالية الحكومية . كما يتم إدخال أدوات الدين متوسطة الأجل ذات أسعار فائدة محددة إداريا أو مربوطة بسعر الفائدة السائد على أذون الخزانة الحكومية . كما يتم زيادة حجم وتوسيع مدى حاملي الأوراق المالية مع رسم خطط للترتيبات المؤسسية والتشريعية التي تنظم وتحكم التعامل في السوق الثانوي . يظل البنك المركزي المصدر الرئيسي لتوفير السيولة في ما يتعلق بأدوات الدين الحكومي. يتم في هذه المرحلة تقوية سوق الإقراض بين البنوك ، وإدخال ترتيبات المقاصة والتسوية. وفي هذه المرحلة يتم إنتهاج عمليات مراجعة مدى كفاية الإشراف المصرفي في ما يتعلق بإدارة الأصول والخصوم. يلقى أسلوب الاعتماد على إطار برمجة النقود بمعناها الواسع إهتماما أقل ، في حين يكتسب أسلوب الاعتماد على النقود الاحتياطية إهتماما أكبر كمرشد للبنك المركزي في سياسة التدخل في ظل سياسة مالية منضبطة .
المرحلة الرابعة: **سوق مالية ناضجة**	في هذه المرحلة ، يتم تحديد أسعار الفائدة بمرونة كاملة . تقوية وتوسيع الترتيبات المؤسسية والتشريعية والإشرافية للسوق الثانوي. ويتم كذلك توفير درجة عالية من السيولة لأدوات الدين العام من خلال السوق المالية ، وتوفير استقلالية للبنك المركزي تكفل له إدارة السيولة بشكل لا يملى عليه. كما يتم إدخال أسلوب المزاد العلني لأدوات الدين متوسطة وطويلة الأجل . و كذلك إصلاح نظام الدفع المحلي مع التوسع في انتهاج أنظمة المقاصة والتسوية والسجلات المحاسبية. تصل السوق المالية من النضج إلى الدرجة التي تتفاعل عندها بسرعة وقوة مع الإشارات الناجمة عن تنفيذ السياسة النقدية . ربما ترسم الترتيبات المؤسسية أهدافا منفصلة لإدارة الدين والسياسة النقدية مدعمة بأسلوب الاعتماد على عمليات السوق ، وإشارات السوق والترتيبات العملية بين صناع السياسات لتأكيد اتساق وانضباط السياسة المالية ، وذلك لان نجاح البنك المركزي في تنفيذ السياسة النقدية مرتبط بتحقيق التناسق مع السياسة المالية واكتساب ثقة الجمهور.

بالإطلاع على وضع الأسواق العربية فإنه يتضح أن هذه الأسواق لازالت في المراحل الأولية للتطوير حيث وجود أسواق صغيرة الحجم في الأوراق المالية ولم تصل هذه الأسواق إلى مرحلة النضوج التي يتفاعل عندها بسرعة وقوة مع الإشارات الناجمة عن تنفيذ السياسات النقدية.

وبالإطلاع عليها وتطبيقها على الأسواق العربية للأوراق المالية ، نجد انه من الواضح أن تلك الأسواق مازالت في المراحل الاولية ، ولم تصل بعد إلى المرحلة الرابعة بوصفها مرحلة السوق المالية الناضجة. ومازال الأمر يتطلب تقوية وتوسيع الترتيبات المؤسسية والتشريعية والإشرافية للسوق الثانوي ، و لم تتوفر للبنك المركزي درجة إستقلالية تكفله إدارة السيولة بشكل لا يملى عليه. ولم تصل السوق المالية من النضج إلى الدرجة التى تتفاعل عندها بسرعة وقوة مع الإشارات الناجمة عن تنفيذ السياسة النقدية [5]. وفي ضوء المناقشات السابقة، فإن محددات الاستثمار الخاص تتمثل في الآتي:

- المتغيرات الكينزية ، وتتضمن معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي ، التكلفة الداخلية (مثل التغير في الائتمان الموجه إلى القطاع الخاص) و الطاقة المستغلة .
- المتغيرات النيوكلاسيكية، وتتضمن نسبة Tobin's q ، سعر الفائدة الحقيقي، تكلفة رأس المال (معدل الإهلاك، المكاسب والخسائر الرأسمالية) ونسبة الاستثمار العام.
- متغيرات عدم اليقين في السياسات الاقتصادية الكلية .

سادساً : سلوك الاستثمار الخاص في الدول النامية

على الرغم من أهمية الاستثمار الخاص للاقتصادات النامية ، إلا أن محدداته لم تحظى إلا بالقليل من الدراسات . وقد يرجع ذلك إلى عدم توفر البيانات من جهة والاعتماد بدرجة أكبر على الاستثمار العام من جهة أخرى ، وذلك في ظل الأهمية النسبية الطاغية لمشروعات القطاع العام مقارنة بالقطاع الخاص في الدول النامية. هذا بالإضافة إلى الحاجة إلى إعادة صياغة نظريات الاستثمار التي تلائم اقتصاديات الدول المتقدمة ولا تلائم الهياكل الاقتصادية للاقتصادات النامية . وترجع الحاجة إلى إعادة صياغة هذه النظريات لتلائم الاقتصادات النامية إلى العديد من الأسباب نورد أهمها في الآتي :

(1) أن تأثر سلوك الاستثمار بالمتغيرات المالية يجعل دالة الاستثمار تعتمد بدرجة كبيرة على البيئة المؤسسية للنظام المالي . وهو ما قد لا يتوفر لدى الدول النامية ، فغيـاب سوق أدوات الملكية وانتشار ظاهرة

الكبح المالي في العالم النامي يعني عدم قابلية تطبيق كل من دالتي Tobin's q ، المعجل المرن (نموذج النيوكلاسيك).

(2) نظراً لأهمية الواردات من السلع الرأسمالية والوسيطة في الدول النامية، فإن ترشيد إستخدام الموارد من النقد الأجنبي وسعر الصرف الموازي يعتبران من أهم محددات الاستثمار الخاص في الدول النامية.

(3) نظراً لاعتماد معظم الدول النامية على الاقتراض الخارجي لتمويل برامج التنمية لديها أو بمعنى آخر لردم فجوة التمويل المحلي ، فإن تراكم الدين الخارجي يؤثر على الاستثمار الخاص من خلال تخوف المستثمرين بفرض ضرائب في المستقبل لأغراض سداد هذه المديونية.

(4) أن الدور الكبير الذي يلعبه الاستثمار الحكومي والعام يقترح تحديد العلاقة المكملة أو المنافسة في ما بين الاستثمار الخاص والاستثمار العام . فربما يتعرض الاستثمار الخاص لمزاحمة الاستثمار العام سواء في تخصيص الموارد (سواء أكانت من خلال حصيلة الضرائب أو إصدار أدوات الدين المحلي أو التمويل التضخمي) أو دخول الاستثمار العام في مجال تنافسي للقطاع الخاص . ومن جهة أخرى، فقد يقدم الاستثمار العام الدعم للاستثمار الخاص من خلال تنفيذ مشروعات البنية الأساسية والسلع العامة.

لم تحظ محددات الاستثمار الخاص للاقتصادات النامية إلاّ بالقليل من الدراسات، ويعود ذلك إلى عدم توفر البيانات، الاعتماد على الاستثمار العام بدرجة أكبر والحاجة إلى إعادة صياغة نظريات الاستثمار التي تلائم الاقتصادات المتقدمة ولا تلائم الهياكل الاقتصادية للدول النامية.

سابعاً : محددات الاستثمار في الدول النامية

تقنين أو ترشيد الائتمان المحلي

إن عدم أو نقص تطوير أسواق المال (خاصة أدوات حقوق الملكية) تجعل المشروعات أو الشركات تعتمد بدرجة عالية على الائتمان المصرفي ليس فقط لاحتياجات رأس المال التشغيلي (مثل احتياجات دفع أجور العمال وشراء المواد الخام ...الخ) ولكن أيضاً لاحتياجات التمويل طويل الأجل (التراكم الرأسمالي).

وفي الاقتصادات حيث أسعار الفائدة تتحدد بالقرارات الإدارية (مما ينتج عنه أسعار فائدة حقيقية سالبة) فإن ذلك يسفر عن وجود طلب زائد على الائتمان المصرفي مما يدفع المصارف لتقنين منح القروض . ونظراً لما تعاني منه المصارف من نقص في المعلومات المتعلقة بجودة المشروعات الاستثمارية ، فإن

تقنين الائتمان المصرفي قد يكون سياسة داخلية للمصارف. وفي مثل هذه الحالات ، فإنه يجب إعتبار كمية الائتمان المصرفي المتاحة وليس أسعار الفائدة هي المحدد للاستثمار .

مدى توافر النقد الأجنبي

من المفهوم أن السلع الرأسمالية مثل الآلات والمعدات التي تحتاجها الاقتصادات النامية غالباً ما يتم استيرادها من الخارج. وبذلك تنشا الحاجة إلى النقد الأجنبي (لسداد ثمن هذه الواردات) الذي ربما لا يكون متاحاً أو متوفراً كنتيجة لاختلالات ميزان المدفوعات أو بسبب الأولويات الاقتصادية أو الضروريات k مثل سداد أعباء خدمة الدين الخارجي ، مما يؤثر على القرار الاستثماري .

سعر الصرف الحقيقي

يؤثر سعر الصرف الحقيقي (الذي يتم قياسه بسعر السلع غير القابلة للتجارة الدولية نسبة إلى سعر السلع القابلة للتجارة الدولية) في الاستثمار الخاص من خلال قناتي العرض والطلب كما يلي :

- جانب الطلب : يؤدي تخفيض سعر الصرف الحقيقي الناجم عن تخفيض في سعر الصرف الاسمي إلى تراجع القيمة الحقيقية لثروة القطاع الخاص وبالتالي الإنفاق الخاص ، وذلك من خلال تأثير هذا التخفيض على المستوى العام للأسعار، وبالتالي فإن الانخفاض في الاستيعاب المحلي ربما يدفع الشركات لمراجعة توقعاتها المستقبلية عن الطلب، ومن ثم تخفيض استثماراتها من خلال أثر المعجل.
- جانب العرض : نظراً لأن تخفيض سعر الصرف الحقيقي يرفع من سعر المنتجات القابلة للاتجار الدولي (معبراً عنها بالعملة المحلية) بالنسبة لسعر المنتجات غير القابلة للاتجار الدولي ، ربما يشجع ذلك على الاستثمار في قطاعات التجارة الدولية ويثبط من إستثمارات القطاعات المحلية غير القابلة للتجارة الدولية .

الاستثمار العام

إن تأثير الاستثمار العام على الاستثمار الخاص يعتبر مبهماً . ويرجع ذلك إلى عاملين متضادين هما :

- الاستثمار العام ربما بزيادة عجز الموازنة يزاحم الاستثمار الخاص بتقليل الائتمان المتاح للقطاع الخاص أو برفع سعر الفائدة.
- الاستثمار العام في مشروعات البنية التحتية (مثل الطاقة، الاتصالات، النقل والمواصلات ، الصحة ، التعليم) ربما يكون مكملاً للاستثمار الخاص .

يخضع الاستثمار في الدول العربية إلى مجموعة من المحددات: تقنين أو ترشيد الائتمان المحلي، مدى توفر النقد الأجنبي، سعر الصرف الحقيقي، الاستثمار العام، عدم الاستقرار الاقتصادي وتأثير عبء الدين الخارجي.

عدم الاستقرار الاقتصادي

هناك العديد من القنوات التي يمكن (لعدم الاستقرار الاقتصادي)أن تؤثر على الاستثمار الخاص من خلالها مثل:

- غالباً ما يتسم عدم الاستقرار الاقتصادي بارتفاع معدلات التضخم ، مما يثبط الاستثمار الخاص .
- تؤثر تقلبات معدلات التضخم المرتفعة سلباً على الربحية المتوقعة وخاصة في حالة الشركات أو المشروعات غير المغامرة Risk Averse . وأن عدم التيقن يجعل هذا النوع من الشركات تعيد تخصيص إستثماراتها بعيداً عن الأنشطة ذات المخاطر المرتفعة، ومن ثم ينخفض الاستثمار الخاص.

تأثيرعبء الدين الخارجي

يؤثر إرتفاع نسبة الدين الخارجي إلى الناتج المحلي الإجمالي (أو نسبة خدمة الدين الخارجي من الصادرات السلعية والخدمية) سلباً على الاستثمار الخاص من خلال قنوات متعددة .

- إن استخدام الموارد لخدمة الدين العام ربما يجعل الاستثمار الحكومي يزاحم الاستثمار الخاص .
- كما أن ارتفاع نسبة الدين الخارجي إلى الناتج المحلي الإجمالي (ومن ثم إرتفاع نسبة خدمة الدين الخارجي) ربما يدفع الكيانات الاقتصادية المحلية لتحويل رؤوس أموالها للخارج بدلا من إدخارها محلياً، ويرجع ذلك إلى التخوف من الالتزامات الضريبية المستقبلية لخدمة هذا الدين. ومن ثم تؤثر سلباً على الاستثمار الخاص بصورة مباشرة وغيرمباشرة (الأثر غير المباشر ينشأ من إرتفاع تكلفة رأس المال).
- كذلك فان ارتفاع أعباء خدمة الدين الخارجي يثبط تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر ، وذلك بزيادة إحتمال لجوء الحكومة إلى فرض قيود على سداد الالتزامات الخارجية (بما في ذلك دخل الاستثمار الأجنبي المباشر) . وبارتفاع درجة تكامل الاستثمار الأجنبي المباشر مع الاستثمار الخاص المحلي ، فإن تراجع الاستثمار المباشر سوف يؤدي حتماً إلى تراجع الاستثمار المحلي .
- و أخيرا فان ارتفاع التزامات الشركات المحلية بالعملات الأجنبية يجعلها أكثر عرضة لتحركات وتقلبات سعر الصرف.

ومثال على ذلك ، فإن تخفيض سعر الصرف الاسمي يزيد تلقائياً من أعباء الدين ويقلل من صافي ثروة الشركات. كما أن زيادة مخاطر التوقف عن خدمة الدين الخارجي يدفع المصارف إلى تقييد السياسة الائتمانية ومنح القروض مما يثبط الاستثمار .

- عدم العدالة في توزيع الدخل ، يؤثر في القرار الاستثماري من خلال التأثير في معدل الربحية ومستوى الطلب الكلي وعدم الاستقرار السياسي والاجتماعي .

البراهين العملية

إن الدراسات التي أجريت على دالة الطلب على الاستثمار الخاص في الدول النامية، تقترح الدالة الاتية :

$$\frac{I^P}{Y} = H\left(\Delta y, ck, \frac{L^P}{P}, R^*, I^I_G, I^0_G, Z, \sigma_z, \pi, \sigma\pi, \frac{D^*}{Y}\right)$$

حيث :

$\frac{I^P}{Y}$ يرمز إلى نسبة الاستثمار الخاص للناتج المحلي الإجمالي .

ΔY ترمز إلى التغير في الناتج المحلي الإجمالي، وهو متغير تم وضعه بغرض قياس أثر معجل الاستثمار .

CK ترمز إلى تكلفة رأس المال .

$\frac{L^P}{P}$ الأرصدة الحقيقية للائتمان المصرفي الموجه إلى القطاع الخاص .

R^* ترمز إلى (متوسط) الاحتياطات الدولية من النقد الأجنبي لقياس أثر مدى توافر النقد الأجنبي على الاستثمار الخاص .

I^I_G يشير إلى الاستثمار العام (الحكومي) في مشروعات البنية التحتية (أثر إيجابي) .

I^0_G يشير إلى الاستثمار العام (الحكومي) في المشروعات الأخرى . (أثر مبهم).

Z سعر الصرف الحقيقي (أثر مبهم بوجه عام).

σ_π,π,σ_z تشير إلى التباين في سعر الصرف الحقيقي، مستوى التضخم والتباين في مستوى التضخم على التوالي، بغرض قياس أثر عدم الاستقرار الاقتصادي على الاستثمار الخاص.

$\frac{D^*}{Y}$ تشير إلى نسبة الدين الخارجي إلى الناتج المحلي الإجمالي .

ثامناً : نتائج الدراسات السابقة (6)

- يؤثر التغير في الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي تأثيراً قوياً موجباً على الاستثمار الخاص ، وذلك فقط في الدول ذات الدخل المنخفض.
- يؤثر الاستثمار العام الحكومي تأثيراً إيجابياً في كلا المجموعتين (مجموعة الدول ذات الدخل المتوسط والدخل المنخفض) ولكن يظهر هذا التأثير بقوة أكبر في حالة الدول متوسطة الدخل

عندما تكون المشروعات في البنية التحتية.

- يتفاوت تأثير سعر الصرف ومستوى التضخم على الاستثمار الخاص في كلا المجموعتين ، حيث أن تأثير سعر الصرف الحقيقي ومعدل التضخم إيجابي في الدول متوسطة الدخل ، في حين كان هذا الأثر سلبياً في الدول منخفضة الدخل .
- كان تأثير عدم الاستقرار الاقتصادي وانتشار ظاهرة عدم اليقين سلبياً على الاستثمار الخاص خلال فترة الثمانينات في كلا المجموعتين.
- كان ارتفاع نسبة خدمة الدين ذات تأثر سلبي على الاستثمار الخاص في كلا المجموعتين .

الهوامش

(1) تعتبر نظرية كينز ذات تاريخ أطول من نظرية Hayek وذلك يرجع إلى أن الكثير من الاقتصاديين منذ عهد تيرجو عام 1766 ركزوا على رأس المال المتداول وليس رأس المال الثابت وبالتالي فإن قرار الاستثمار هو المهيمن على فكرهم الاقتصادي . وتتبع نظرية أرفينخ فيشر (1930) نفس الفكر ، ولذلك من المناسب تصور أنها نظرية في الاستثمار وليس في رأس المال .

(2) المنظرون الكينزيون وما جاءوا بعده ، حاولوا إدخال رصيد رأس المال في نظريته بهدف التوصل إلى نظرية اقتصادية على المستوى التجميعي أكثر اكتمالا إلا أنهم بوجه عام انتهجوا نفس نهجه فيما يتعلق باعتبار قرار الاستثمار هو القرار المحوري وأن رصيد رأس المال قرار فرعي.

(3) منذ عهد wicksell عام 1898 ، 1901 . وبالتحديد كما عرفها Friedrich Hayek عام 1941، Abba Lerner 1944 1953 ، وكذلك Haavelmo عام 1960 حيث كان من المستحيل الاعتماد على نظرية الإنتاجية الحدية في تحديد المستوى الأمثل لرصيد رأس المال ومن ثم عدم الاعتماد أيضاً على نظرية الكفاءة الحدية للاستثمار في تحديد المستوى الأمثل للاستثمار .

(4) التعريف الأساسي للكبح المالي (كما عرفه McKinnon عام 1973) هو مجرد تنازل القطاع المالي الرسمي عن دوره في الوساطة المالية وانتقاله إلى مقرضي الأموال المحليين ومصادر أخرى للائتمان غير رسمية وهو ما يطلق عليه Curb Market وبشكل أوسع يعرف الكبح المالي على أنه مجموعة من السياسات النظامية يعرض بموجبها القطاع المصرفي مستويات منخفضة من أسعار فائدة حقيقية للإقراض والإيداع محددة إداريا .

(5) (أنظـر شوقى ، ماجد ، 2001، مستقبل قناة سوق المال فى مصر – مركز البحـوث والدراسـات الاقتصادية والمالية).

(6) دراسة (1994) Oshikoya ، دراسة (1995) Hadjimichael & Ghuar ، وقدمت الدراسة الأولى تحليلاً تفصيلياً لمحددات الاستثمار الخاص خلال حقبة السبعينات والثمانينات في ثماني دول أفريقية منها أربع دول ذات دخل متوسط (الكاميرون ، المغرب ، وموريشيوس ، وتونس) والدول الأربع المتبقية ذات دخل منخفض (ملاوي ، تانزانيا، زمبابوي ، وكينيا) . كما خلصت دراسة (1998) Serven على 94 دولة نامية خلال الفترة من 1970-1995 ، ودراسة (1999) Aizenman & Marion التي اجريت على 46 دولة نامية خلال الفترة من 1970-1992إلى ان هناك علاقة عكسية بين عدم الاستقرار وعدم التيقن والاستثمار الخاص في تلك الدول .

المراجع الانجليزية

Agenor P. Richard, " The Economics of Adjustment and Growth", ACADEMIC PRESS (2000).

Agenor P. Richard & Peter J. Montiel, "Development Macroeconomics" Part I, Chapter Three, Princeton University press Princeton, New Jersey (1996).

http://cepa.newschool.edu/het/essays/capital/mactobin.htm.

Drazen Allan, Investment Theory, December 2003, Yahoo Search.

IMF Occasional Paper No. 139, "Reinvigorating Growth in Developing Countries", July (1996).

Naylor A. John, "Modern Concepts in Macroeconomics; A Survey of Post-1970 Empirical Studies of Investment Expenditure", Harlan Davidsm Edition – Illinois – USA (1985).

Saunders Anthony, "Financial Institutions Management, A Modern perspective", Third Edition, Mcgraw-Hill.

Yaw Asante, "Determinants of Private Investment Behaviour", AERC Research Paper No. 100, African Economic Research Consortium, Nairbi, March 2000.

http://viking.som.yale.edu/will/finman540/classnotes/notes.html.

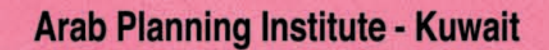
قائمة إصدارات ((جسر التنمية))

العنوان	المؤلف	رقم العدد
مفهوم التنمية	د. محمد عدنان وديع	الأول
مؤشرات التنمية	د. محمد عدنان وديع	الثاني
السياسات الصناعية	د. أحمد الكواز	الثالث
الفقر: مؤشرات القياس والسياسات	د. علي عبدالقادر علي	الرابع
الموارد الطبيعية واقتصادات نفاذها	أ. صالح العصفور	الخامس
استهداف التضخم والسياسة النقدية	د. ناجي التوني	السادس
طرق المعاينة	أ. حسن الحاج	السابع
مؤشرات الأرقام القياسية	د. مصطفى بابكر	الثامن
تنمية المشاريع الصغيرة	أ. حسّان خضر	التاسع
جداول المخلات المخرجات	د. أحمد الكواز	العاشر
نظام الحسابات القومية	د. أحمد الكواز	الحادي عشر
إدارة المشاريع	أ. جمال حامد	الثاني عشر
الاصلاح الضريبي	د. ناجي التوني	الثالث عشر
أساليب التنبؤ	أ. جمال حامد	الرابع عشر
الأدوات المالية	د. رياض دهال	الخامس عشر
مؤشرات سوق العمل	أ. حسن الحاج	السادس عشر
الإصلاح المصرفي	د. ناجي التوني	السابع عشر
خصخصة البنى التحتية	أ. حسّان خضر	الثامن عشر
الأرقام القياسية	أ. صالح العصفور	التاسع عشر
التحليل الكمي	أ. جمال حامد	العشرون
السياسات الزراعية	أ. صالح العصفور	الواحد والعشرون
اقتصاديات الصحة	د. علي عبدالقادر علي	الثاني والعشرون
سياسات أسعار الصرف	د. بلقاسم العباس	الثالث والعشرون
القدرة التنافسية وقياسها	د. محمد عدنان وديع	الرابع والعشرون
السياسات البيئية	د. مصطفى بابكر	الخامس والعشرون
اقتصاديات البيئة	أ. حسن الحاج	السادس والعشرون
تحليل الأسواق المالية	أ. حسّان خضر	السابع والعشرون
سياسات التنظيم والمنافسة	د. مصطفى بابكر	الثامن والعشرون
الأزمات المالية	د. ناجي التوني	التاسع والعشرون
إدارة الديون الخارجية	د. بلقاسم العباس	الثلاثون
التصحيح الهيكلي	د. بلقاسم العباس	الواحد والثلاثون
نظم البناء والتشغيل والتحويل B.O.T	د. أمل البشبيشي	الثاني والثلاثون
الاستثمار الأجنبي المباشر: تعاريف	أ. حسّان خضر	الثالث والثلاثون
محددات الاستثمار الأجنبي المباشر	د. علي عبدالقادر علي	الرابع والثلاثون

نمذجة التوازن العام	د. مصطفى بابكر	الخامس والثلاثون
النظام الجديد للتجارة العالمية	د. أحمد الكواز	السادس والثلاثون
منظمة التجارة العالمية: إنشاؤها وآلية عملها	د. عادل محمد خليل	السابع والثلاثون
منظمة التجارة العالمية: أهم الإتفاقيات	د. عادل محمد خليل	الثامن والثلاثون
منظمة التجارة العالمية: آفاق المستقبل	د. عادل محمد خليل	التاسع والثلاثون
النمذجة الإقتصادية الكلية	د. بلقاسم العباس	الأربعون
تقييم المشروعات الصناعية	د. أحمد الكواز	الواحد الأربعون
المؤسسات والتنمية	د. عماد الإمام	الثاني الأربعون
التقييم البيئي للمشاريع	أ. صالح العصفور	الثالث الأربعون
مؤشرات الجدارة الإئتمانية	د. ناجي التوني	الرابع الأربعون
الدمج المصرفي	أ. حسّان خضر	الخامس الأربعون
اتخاذ القرارات	أ. جمال حامد	السادس الأربعون
الإرتباط والانحدار البسيط	أ. صالح العصفور	السابع الأربعون
أدوات المصرف الإسلامي	أ. حسن الحاج	الثامن الأربعون
البيئة والتجارة والتنافسية	د. مصطفى بابكر	التاسع الأربعون
الأساليب الحديثة لتنمية الصادرات	د. مصطفى بابكر	الخمسون
الاقتصاد القياسي	د. بلقاسم العباس	الواحد والخمسون
التصنيف التجاري	أ. حسّان خضر	الثاني والخمسون
أساليب التفاوض التجاري الدولي	أ. صالح العصفور	الثالث والخمسون
مصفوفة الحسابات الاجتماعية وبعض استخداماتها	د. أحمد الكواز	الرابع والخمسون
منظمة التجارة العالمية: من الدوحة إلى هونج كونج	د. أحمد طلفاح	الخامس والخمسون
تحليل الأداء التنموي	د. علي عبد القادر علي	السادس والخمسون
أسواق النفط العالمية	أ. حسّان خضر	السابع والخمسون
تحليل البطالة	د. بلقاسم العباس	الثامن والخمسون
المحاسبة القومية الخضراء	د. أحمد الكواز	التاسع والخمسون
مؤشرات قياس المؤسسات	د. علي عبدالقادر علي	الستون
الإنتاجية وقياسها	د. مصطفى بابكر	الواحد والستون
نوعية المؤسسات والأداء التنموي	د. علي عبدالقادر علي	الثاني والستون
عجز الموازنة: المشكلات والحلول	د. حسن الحاج	الثالث والستون
تقييم برامج الاصلاح الاقتصادي	د. علي عبد القادر علي	الرابع والستون
حساب فجوة الأهداف الإنمائية للألفية	د. رياض بن جليلي	الخامس والستون
مؤشرات قياس عدم العدالة في توزيع الإنفاق الاستهلاكي	د. علي عبدالقادر علي	السادس والستون
اقتصاديات الاستثمار: النظريات والمحددات	**أ. عادل عبدالعظيم**	**السابع والستون**
العدد المقبل		
اقتصاديات التعليم	**د. عدنان وديع**	**الثامن والستون**

للاطلاع على الأعداد السابقة يمكنكم الرجوع إلى العنوان الإلكتروني التالي:

http://www.arab-api.org/develop_1.htm



P.O.Box : 5834 Safat 13059 State of Kuwait
Tel : (965) 4843130 - 4844061 - 4848754
Fax : 4842935



المعهــد العربـي للتخطيـط بالكويــت

ص.ب : 5834 الصفاة 13059 - دولة الكويت
هاتف : 4848754 - 4844061 - 4843130 - (965)
فاكس : 4842935

E-mail ; api@api.org.kw
web site : http //www.arab-api.org